

**LES EFFETS DE L'INTEGRATION ET DE L'UNIFICATION
ECONOMIQUE ET MONETAIRE EUROPEENNE SUR LA
MARGE DE MANOEUVRE DE L'ETAT REGULATEUR**

Agnès d'Artigues

Cahier N° 98.03.13

Décembre 1998

Agnès d'Artigues : ATER - CREDEN

Centre de Recherche en Economie et Droit de l'ENergie
UNIVERSITE DE MONTPELLIER I
U.F.R. Faculté des Sciences Economiques
Espace Richter Avenue de la Mer B.P. 9606
34054 MONTPELLIER Cedex 1
Tel (33) 04 67 15 83 32 - Fax (33) 04 67 15 84 78
E-mail : ada@diane.sceco.univ-montp1.fr

LES EFFETS DE L'INTEGRATION ET DE L'UNIFICATION ECONOMIQUE ET MONETAIRE EUROPEENNE SUR LA MARGE DE MANOEUVRE DE L'ETAT REGULATEUR

Agnès d'Artigues - CREDEN - Université Montpellier 1

RESUME

Les cinq dernières décennies sont marquées en Europe par un large processus d'intégration. L'objectif de ce papier est d'utiliser à la fois les interdépendances structurelles, nées de ce processus d'intégration, et les contraintes économiques et institutionnelles découlant de l'unification monétaire européenne pour rendre compte de l'autonomie actuelle de l'Etat en matière de stabilisation conjoncturelle.

La réduction de la marge de manoeuvre de l'Etat est présentée comme le résultat de la combinaison d'une *perte d'efficacité* et d'une *moindre diversité* d'instruments, liées respectivement aux contraintes de l'ouverture et aux normes institutionnelles émanant des traités de Maastricht et d'Amsterdam.

Mots clefs : politique macroéconomique, intégration, interdépendances, UEM, marge de manoeuvre

ABSTRACT

The last five decades in Europe are characterized by a wide process of economic integration. The first aim of this paper is to use structural interdependencies, due to integration, as well as economic and institutional constraints as a result of the European Monetary Union in order to describe the current autonomy of policymakers for macroeconomic stabilization.

The reduction in room for manoeuvre is approached from the result of a loss of efficiency in combination with a lesser diversity of instruments, due to trade and financial links and institutional rules relative to Maastricht Treaty and Amsterdam Treaty.

Key words : macroeconomic policy, integration, interdependencies, EMU, room for manoeuvre

Les opinions présentées dans ce document ne sauraient engager la responsabilité des institutions auxquelles appartient l'auteur.

Les effets de l'intégration et de l'unification économique et monétaire européenne sur la marge de manoeuvre de l'État régulateur

Agnès d'Artigues - CREDEN - Université Montpellier 1*

INTRODUCTION

Il n'est pas concevable d'envisager les instruments de politique économique de la même manière qu'il y a 50 ans. Si les outils sont les mêmes, l'environnement dans lequel ils évoluent et exercent leur influence s'est profondément modifié depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Le principal facteur de changement est celui de l'intégration des économies. Il est possible de mesurer l'ampleur des modifications du contexte économique international en décrivant les interdépendances structurelles entre économies désormais intégrées. Les contraintes pesant sur la politique conjoncturelle, nées de cette intégration, s'ajoutent à celles émanant des règles et normes communautaires, inhérentes à la création de l'Union Economique et Monétaire européenne.

Notre ambition est de décrire l'autonomie de la politique macroéconomique d'un État intégré et participant à une union monétaire. Grâce à l'élaboration d'une synthèse des contraintes et restrictions qui ont émergé depuis les cinq dernières décennies, il sera possible d'établir d'une part, une **perte d'efficacité** de la politique économique, par rapport à l'objectif de croissance du produit national. La décision de créer l'union monétaire est d'autre part, à l'origine d'une **moindre diversité** des instruments conjoncturels. Ces deux éléments participent conjointement à la définition de la marge de manoeuvre.

Le choix de prendre pour cadre d'analyse les pays européens prenant part au processus de construction européenne se justifie par lui-même, au vu de l'ampleur des interdépendances macroéconomiques émergeant de la construction d'un espace européen économiquement intégré. Comme le souligne A. Lindbeck [1993], tout processus d'internationalisation tend à accroître l'incertitude au sujet des effets de politiques économiques, le système devenant plus complexe et de ce fait plus difficile à modéliser avec réalisme. Il est donc nécessaire d'utiliser certaines hypothèses limitatives. Nous faisons pour cela référence au modèle de détermination

* Je remercie Monsieur le Professeur Jacques Percebois, Messieurs François Mirabel et Jean-Christophe Poudou, maîtres de conférences à la Faculté des Sciences Economiques - Montpellier 1, ainsi que les membres du CREDEN pour leurs remarques et conseils. La version présentée n'engage que l'auteur.

des taux de change à long terme de P.R. Krugman et M. Obstfeld [1995]. Il correspond au choix de nous situer dans un cadre keynésien où les relations sont dérivées de celles du modèle IS-LM. Il permet en outre d'établir un lien entre le marché monétaire, le marché des changes et le marché des produits, lien utile pour définir la notion de marge de manoeuvre.

Nous débutons notre exposé par la mise en évidence des interdépendances entre économies européennes, émanant du processus d'intégration. Cette présentation synthétique de la détermination des taux de change à long terme, par le modèle de P.R Krugman et M. Obstfeld [1995], vise à rappeler certaines identités fondamentales de la macroéconomie ouverte.

Nous utilisons ensuite ces relations modélisées pour rendre compte de la perte d'efficacité des mesures de politiques monétaires et budgétaires, consécutive à l'intégration des économies et relative à la croissance du produit.

Nous déterminons enfin les contraintes issues de l'unification monétaire, qui grèvent l'autonomie de décision des Etats européens en matière de politique conjoncturelle par la réduction du nombre d'instruments à leur disposition.

1. Intégration, interdépendances et détermination des taux de change à long terme

L'intégration, impulsée par le choix du libre-échange et la construction européenne, est à l'origine d'interdépendances entre les économies occidentales. Ces interdépendances influencent à leur tour l'apparition d'externalités entre économies intégrées, susceptibles de gêner l'efficacité des politiques conjoncturelles.

Afin de constater la perte d'efficacité liée au processus d'intégration, une représentation des liens entre les différents marchés (monétaire, de change et des produits) est nécessaire. Elle permet d'apprécier, sur le court et le long terme, la réalisation des objectifs de croissance du produit national en économie ouverte, et les conséquences de la contrainte extérieure sur ces objectifs pour les économies nationales. Le modèle de P.R. Krugman et M. Obstfeld¹ nous sert à décrire les liens entre taux d'intérêt, taux de change et niveaux des prix.

¹ P.R. Krugman et M. Obstfeld [1995, chapitres 15 et 16]

1.1. Les interdépendances structurelles, conséquence du processus d'intégration

Au lendemain de la Seconde Guerre mondiale, l'ensemble des nations occidentales expriment la volonté de rétablir l'efficacité économique grâce à la réalisation d'un grand marché, pour permettre à l'Europe de jouer à nouveau un rôle dans les affaires mondiales.

À cette fin, les États européens acceptent l'aide américaine (le plan Marshall) et doivent en contrepartie accepter de coordonner leur plan de reconstruction nationale, en signant un pacte bilatéral avec les États-Unis. Les conditions associées à ce pacte impliquent *d'équilibrer son budget, de rétablir la stabilité financière intérieure, de stabiliser son taux de change à un niveau réaliste et de mettre en oeuvre un programme visant à supprimer les quotas et autres obstacles entravant le commerce*². Ces conditions semblent nécessaires pour éviter les événements ayant caractérisé les années 30 : le retour à l'étalon-or, les dévaluations en chaîne et la perpétuation de la « *flexibilité impure* »³. L'accord de Bretton Woods (juillet 1944), élaboré à partir du Plan White, s'engage à démanteler tout obstacle aux échanges, établit la nécessité de parités monétaires fixes et consacre en quelque sorte l'hégémonie américaine⁴.

R. Leonardi⁵ souligne par ailleurs que le seul moyen pour l'Europe de retrouver un rôle au sein de l'économie mondiale est d'unir ses forces à travers un processus d'intégration politique et économique, en remplacement du système d'États-nations prévalant jusque là.

Ce processus d'intégration s'illustre par la création d'un espace économique unifié où, par définition, les échanges entre un nombre restreint de partenaires européens sont privilégiés par rapport à ceux entretenus avec le reste de l'économie mondiale.

L'intégration dépasse donc les simples notions d'ouverture vers l'extérieur ou de libre échange, qui envisagent le développement de relations de nature commerciale, économique ou financière entre les pays ou la suppression de tout obstacle aux échanges, mais qui ne prennent pas en compte la constitution d'un espace économique unifié.

² **B. Eichengreen et P. B. Kenen** [1995a, p.21]

³ **P. Guillaume et P. Delfaud** [1992, p.201]

⁴ **B. Eichengreen** [1995b, p.5] cite la « théorie de la stabilité hégémonique » de **C. Kindleberger** [1986], qui associe la réussite de taux de change fixes avec l'existence d'une position hégémonique économique internationale par une puissance dominante. La stabilité des taux de change est considérée comme un bien public international, dont tous les membres du système monétaire international tirent avantage. La chute de l'étalon-or entre les deux guerres reflète à ce titre une hégémonie imparfaite, avec un système déstabilisé par l'absence d'une puissance économique dominante supervisant son fonctionnement. À l'inverse, le fonctionnement plutôt fluide du système de Bretton Woods pendant un quart de siècle est attribuable à l'influence bénéfique de l'hégémonie américaine.

⁵ **R. Leonardi** [1995, p.10]

À la fin des années 1960, le premier plan Barre⁶ présente la situation de la Communauté en matière de développement des échanges. Il indique que l'intégration a considérablement progressé entre les économies européennes, décrivant la Communauté comme *une entité économique originale et complexe, composée à la fois d'éléments nationaux et d'éléments communautaires*. À titre d'illustration, il présente la part des exportations vers les pays partenaires, qui est passée du tiers des exportations totales de la CEE en 1957 à près de la moitié en 1968.

Ce plan montre par ailleurs que la croissance générée n'est pas l'unique résultat d'une intégration croissante des économies. Les Etats membres deviennent beaucoup plus vulnérables aux variations de conjoncture de leurs partenaires, ce qui est visible au niveau du rythme de leur activité économique et de l'équilibre de leur balance des paiements. Le terme d'interdépendance des économies des pays membres est employé dans ce rapport de la Commission pour qualifier cette influence mutuelle des conjonctures nationales au sein de la Communauté.

Cette notion d'interdépendance structurelle est reprise notamment par R.N. Cooper⁷ ou J. Horne et P.R. Masson⁸. Ils la définissent aussi comme une situation pour laquelle les événements survenus dans un pays donné influencent fortement ceux des autres pays appartenant à l'espace considéré. La voie principale de transmission des variations conjoncturelles est le commerce des biens et des actifs financiers.

Les auteurs précisent en outre que des effets de feed-back émanant des pays affectés indirectement par ces perturbations sont prévisibles. Ces effets peuvent modifier à leur tour les résultats des politiques menées initialement par le pays et la réalisation de leurs objectifs.

A. Lindbeck⁹ souligne également l'impact restrictif de l'intégration sur l'autonomie des politiques économiques, lorsqu'il tente de recenser les caractéristiques « structurelles » de l'interdépendance des conjonctures.

⁶ Mémorandum de la Commission au Conseil sur la coordination des politiques économiques et la coopération monétaire au sein de la Communauté, 12 février 1969.

⁷ **R. N. Cooper** [1985, p.1199]

⁸ **J. Horne and P. R. Masson** [1988, p.265]

⁹ **A. Lindbeck** [1993, p.60-61]

L'interdépendance correspond tout d'abord, selon lui, à une substituabilité et une mobilité de court terme plus élevée des biens et des actifs de court terme, en réponse à des modifications de l'environnement. Elle se traduit ensuite par une internationalisation des techniques et du savoir-faire sous la forme d'une expansion de l'investissement direct à l'étranger, facilitée par une meilleure transmission de l'information. L'auteur insiste par ailleurs sur la hausse de la part des échanges commerciaux au sein des secteurs de production privés, y compris ceux traditionnellement peu propices aux échanges (construction, assurance, loisir...).

Le développement le plus remarquable concerne cependant les effets externes engendrés par les activités nationales de production et de consommation, qui affectent désormais l'extérieur et ne concernent plus seulement les ménages et les firmes domestiques. Ces effets externes gênent plus particulièrement la mise en oeuvre des politiques publiques.

1.2. Représentation des interdépendances par le modèle de détermination des taux de change à long terme

Les effets externes entre économies intégrées, émanant de flux internationaux de biens et d'actifs, se transmettent par les taux de change, ces derniers réagissant à des variations de prix et de taux d'intérêt nationaux. À l'origine de ces variations, nous trouvons les flux commerciaux et financiers, recensés par la balance des paiements¹⁰, instrument mis au point pour étudier à la fois la composition de la balance courante et les transactions qui la financent. Elle recense ainsi les paiements et les recettes d'un pays dans ses relations avec l'étranger, et permet de constater si l'économie nationale détient plus de créances qu'elle n'a de dettes vis-à-vis de l'étranger, c'est-à-dire si elle est en situation de capacité ou de besoin de financement.

Les taux de change peuvent être considérés comme le trait d'union entre le marché monétaire, le marché des changes et le marché des produits. Ils constituent donc des prix déterminants au niveau des relations entre économies ouvertes. Leurs variations agissent directement sur les composantes de la balance courante et les niveaux de prix. Ils représentent ainsi un des canaux de transmission par lequel les impacts de politiques économiques peuvent se transmettre entre pays participant aux échanges internationaux.

¹⁰ Une présentation de la nouvelle balance des paiements apparaît dans **M. Aglietta** [1997, p.42-43]

P.R. Krugman et M. Obstfeld¹¹ établissent un modèle à long terme des taux de change, exprimant les liens entre taux de change, niveaux de prix et taux d'intérêt, « conforme au cadre que les opérateurs sur les marchés des actifs utilisent pour former leurs attentes quant aux taux de change futurs ». Nous nous appuyons sur cette représentation « réaliste » et formalisée pour spécifier le rôle des taux de change en tant que canaux de transmission.

La perte d'efficacité des instruments de politique économique s'exprime par référence à l'objectif de croissance du produit national. Cette représentation modélisée est donc nécessaire car elle précise les principales relations macroéconomiques entre économies ouvertes, notamment celle entre la production nationale et les taux de change à long terme.

L'encadré suivant présente ces relations d'un seul tenant, par souci de clarté et parce qu'elles correspondent à des identités fondamentales de la macroéconomie ouverte. Nous développerons chacune de ces relations séparément, ainsi que leurs liens, dans les deux sous-sections suivantes.

ENCADRE 1

• **La relation de parité d'intérêt** entre deux devises, le Franc Français (FF) et le Deutsch Mark (DM), s'exprime par la relation :

$$R_{FF} = R_{DM} + (E_{FF/DM}^e - E_{FF/DM}) / E_{FF/DM} \quad (1)$$

où $E_{FF/DM}$ est la valeur du taux de change courant, $E_{FF/DM}^e$ la valeur attendue du taux de change au bout de la période, R_{FF} et R_{DM} les taux d'intérêt respectifs de dépôts en FF et en DM.

• **La loi du prix unique** est telle que $P_F^i = E_{FF/DM} \cdot P_G^i$ c'est à dire :

$$E_{FF/DM} = P_F^i / P_G^i \quad (2)$$

où P_F^i et P_G^i représentent respectivement le prix français et le prix allemand d'un bien i identique.

• **La relation fondamentale de la PPA absolue** s'exprime de la manière suivante :

$$E_{FF/DM} = P_F / P_G \quad (3)$$

où P_F et P_G sont respectivement le prix d'un même panier de biens de référence vendu en France et en Allemagne.

• **Les niveaux de prix intérieurs français et allemand** s'expriment de la manière suivante :

$$P_F = M_F^s / L(R_{FF}, Y_F) \quad (4)$$

$$P_G = M_G^s / L(R_{DM}, Y_G) \quad (5)$$

M_F^s est l'offre réelle de monnaie et $L(R_{FF}, Y_F)$, la demande globale réelle de monnaie, sur le marché monétaire français.

M_G^s est l'offre réelle de monnaie et $L(R_{DM}, Y_G)$, la demande globale réelle de monnaie, sur le marché monétaire allemand.

• **La théorie de la PPA élargie** permet d'exprimer la valeur du taux de change réel à long terme :

$$q_{FF/DM} = E_{FF/DM} \cdot P_G / P_{FF} \quad (6)$$

• **La demande globale** s'écrit :

$$D = D(EP^*/P, Y-T, I, G, R-\pi^e) = C(Y-T, R-\pi^e) + I(R-\pi^e) + G + CA(EP^*/P, Y-T, R-\pi^e) \quad (7)$$

où π^e est le taux d'inflation attendu et $R-\pi^e$ est le taux d'intérêt réel attendu.

¹¹ P.R. Krugman et M. Obstfeld [1995, chapitres 15 et 16]

Une première étape de ce modèle déterminant les liens entre les différents marchés correspond à la présentation de la relation de parité d'intérêt. Cette relation établit le lien existant entre le marché des changes et le marché monétaire, ce qui permet de prévoir les conséquences d'une modification du taux d'intérêt sur le taux de change courant.

Une deuxième étape consiste à présenter la théorie de la parité de pouvoir d'achat et d'anticiper le mouvement à long terme des taux de change.

1.3. Le lien marché monétaire / marché des changes par la relation de parité d'intérêt

La relation de parité d'intérêt permet aux opérateurs intervenant sur le marché des changes de comparer les rendements des devises, et de procéder ainsi à un arbitrage quant à l'attraction exercée par ces actifs particuliers.

Le marché des changes, en effet, rend possible la confrontation entre les offres et les demandes existantes de dépôts dans les différentes devises. Les intervenants de ce marché vont avoir la possibilité de comparer les taux de rendement des différents actifs, en les exprimant en une seule devise (c'est à dire comparer R_{FF} et $[R_{DM} + (E_{FF/DM}^e - E_{FF/DM}) / E_{FF/DM}]$ dans la relation (1) de l'encadré 1). La relation de parité d'intérêt, qui égalise les taux de rendement de deux devises, représente une situation où il n'y a ni offre ni demande excédentaire de l'une par rapport à l'autre, c'est à dire : $R_{FF} = R_{DM} + (E_{FF/DM}^e - E_{FF/DM}) / E_{FF/DM}$.

En revanche, toute variation du taux d'intérêt d'une devise par rapport à une autre, du taux de change courant ou du taux de change attendu (c'est à dire de R_{FF} , $E_{FF/DM}$, ou $E_{FF/DM}^e$) influence l'attraction associée à cette devise puisqu'elle modifie son taux de rendement. Un taux de rendement supérieur sur une devise la rend attractive et pousse les détenteurs de la devise à rendement inférieur à s'en séparer et à acquérir des dépôts de celle rapportant davantage. De tels mouvements se traduisent par des variations du taux de change qui visent à rétablir la parité d'intérêt.

A l'origine des variations des composantes de la relation de parité d'intérêt, nous ne traitons pas la possibilité d'une dévaluation. Ce type de mesure n'est guère favorisé dans un contexte de préparation à l'union monétaire, et il disparaît une fois que l'union aura démarré¹².

Nous nous centrons plutôt sur les mouvements de taux d'intérêt, qui peuvent survenir à la suite de mouvements dans l'offre de monnaie. Cette offre de monnaie est déterminée par les besoins de liquidités des agents non financiers, et peut de ce fait émaner de l'État, dans le cadre d'un emprunt public, pour financer un accroissement des dépenses¹³.

Nous verrons aussi que la variation du taux de change futur attendu dépend quant à elle de la forme que prend la variation de l'offre de monnaie (si elle ponctuelle, permanente ou si c'est le taux d'accroissement de l'offre de monnaie qui est modifié).

Quelle que soit la cause de la variation du taux d'intérêt, il survient automatiquement un ajustement des taux de change de façon à maintenir la parité d'intérêt.

Ces premiers éléments fournissent un aperçu des liens existant entre le marché monétaire, le marché des changes et le marché des produits. Les taux de change sont les prix relatifs des monnaies nationales. Les facteurs à l'origine de variations de l'offre et de la demande de monnaie d'un pays correspondent aux déterminants les plus puissants du taux de change de cette monnaie par rapport aux devises étrangères. Les taux d'intérêt, qui interviennent dans le calcul du taux de rendement d'une devise sur le marché des changes, font partie de ces facteurs qui influencent la demande de monnaie nationale, laquelle joue un rôle direct dans le niveau des prix et des taux de change à long terme.

Ce sont les taux d'intérêt qui réagissent rapidement à des variations de l'offre de monnaie. Ils provoquent une circulation rapide des actifs nationaux et étrangers, parce qu'ils entrent dans la détermination à court terme des taux de rendement de ces mêmes actifs, et presque simultanément des mouvements de taux de change.

¹² « En Europe, la possibilité d'employer cet instrument a régressé : le SME a limité l'ampleur des ajustements de change; l'UEM doit supprimer cet instrument de politique économique pour les États » **M. Cabannes** [1989, p.116]

¹³ « Les banques ne créent pas de la monnaie pour le plaisir, mais en réponse à une demande de monnaie. La création monétaire est donc bornée par les besoins de liquidités des agents non financiers » **J. Généreux** [1997, p.146]

En revanche, les prix demeurent constants sur le court terme¹⁴. Ce n'est qu'à long terme qu'ils s'ajustent, en réponse à des variations de taux d'intérêt et leurs mouvements affectent ensuite le niveau des taux de change à long terme¹⁵, comme nous l'enseigne la théorie de la parité de pouvoir d'achat (PPA).

Cela revient à considérer que « *les marchés monétaires et financiers s'adaptent plus rapidement que les marchés des biens et services : les prix sont rigides, alors que les taux d'intérêt et les taux de change sont flexibles* »¹⁶.

1.4. Liens entre marché monétaire, des changes et des produits à long terme par la théorie de la parité de pouvoir d'achat (PPA)

Sur le long terme, la rigidité des prix est une hypothèse qui ne tient plus parce que des mouvements de taux d'intérêt ou des variations du niveau de la production réelle agiront finalement sur le niveau des prix, puis sur les taux de change. Certaines raisons intuitives¹⁷ permettent de comprendre le fait que la rigidité des prix à court terme n'empêche pas des variations futures du niveau des prix, par suite de modifications de l'offre de monnaie ou d'une politique budgétaire expansive.

Cette intuition relative aux mouvements de prix peut en outre être complétée par la combinaison de la relation définissant le niveau des prix à long terme et de la théorie de la PPA. Ces deux relations vont nous permettre de prévoir théoriquement l'impact de changements monétaires ou de variations des dépenses publiques sur le niveau des prix et le taux de change.

Lorsque les fluctuations économiques proviennent de changements monétaires, les prédictions établies par la théorie de la PPA absolue, intitulée aussi « approche monétaire des taux de change », sont exactes en longue période.

¹⁴ Précisons à ce propos que si le niveau des prix s'ajustait automatiquement en cas de hausse de l'offre de monnaie, le taux d'intérêt ne baisserait pas. En effet, en s'ajustant immédiatement, les prix empêcheraient l'offre réelle de monnaie de s'accroître. Il n'y aurait de ce fait aucune réaction de taux de change.

À propos des raisons de la rigidité des prix à court terme, la première concerne les salaires, qui sont les prix les moins flexibles. La rigidité des salaires à court terme, issue notamment de la multiplication des contrats à longue durée, influence largement celle du prix des biens. Outre ces rigidités salariales, les coûts d'ajustement (adaptation de catalogue, négociations nombreuses) justifient la fixité des prix à court terme.

¹⁵ Ces mouvements de taux de change sont différents de ceux survenant pour égaliser les rendements d'actifs.

¹⁶ **J. Lecaillon et J.-D. Lafay** [1994, p.100]

L'analyse de la théorie de la PPA débute généralement par celle de la loi du prix unique. Celle-ci établit un lien direct entre les prix nationaux et étrangers de biens i identiques et le taux de change, exprimé dans la relation (2) de l'encadré 1 par : $E_{FF/DM} = P_F^i / P_G^i$.

Il s'agit de biens individuels alors que la théorie de la PPA s'applique au niveau général des prix. Dans le cadre de la PPA, le taux de change entre deux monnaies différentes correspond au rapport des niveaux de prix prévalant dans chacun des deux pays, c'est à dire la relation (3) telle que : $E_{FF/DM} = P_F / P_G$.

L'approche monétaire utilise cette définition pour montrer que sur le long terme, la PPA existe toujours, suite à des changements monétaires, et qu'il survient toujours une égalisation des pouvoirs d'achat intérieur et extérieur d'une monnaie. Par exemple, une diminution du pouvoir d'achat intérieur d'une monnaie correspond à un accroissement du niveau intérieur des prix, et se traduit à long terme par une dépréciation proportionnelle de la monnaie sur le marché des changes rétablissant l'égalité de pouvoir d'achat.

Il est possible de combiner la relation directe entre taux de change et niveaux de prix intérieurs, proposée par la théorie de la PPA, avec ces mêmes niveaux de prix intérieurs, établis à partir des offres et demandes globales de monnaie sur le marché monétaire de chaque pays (c'est à dire combiner la relation (3), telle que $E_{FF/DM} = P_F / P_G$, avec les relations (4) et (5), telles que $P_F = M_F^s / L(R_{FF}, Y_F)$ et $P_G = M_G^s / L(R_{DM}, Y_G)$).

C'est ce que réalise l'approche monétaire, qui révèle ainsi une relation fondamentale. Le taux de change, en tant que prix relatif des monnaies, et défini comme le rapport des niveaux de prix intérieurs de deux pays, dépend entièrement à long terme des offres et demandes relatives réelles de leur monnaie respective.

Cependant, l'approche monétaire des taux de change, dont nous venons de rappeler le principe, ne fournit pas une bonne prévision du monde réel. En particulier, dans le cas de déplacements dans l'offre et la demande sur le marché des produits, provoqués notamment par un accroissement des dépenses publiques, il survient des mouvements des taux de change nominaux qui ne sont pas conformes à la PPA. L'introduction des taux de change réels, dans le cadre de la théorie de la PPA élargie, permet de pallier les insuffisances de la PPA absolue.

¹⁷ **P. R. Krugman et M. Obstfeld** [1995, p.445] présentent notamment la revendication de salaires plus élevés par les travailleurs, désireux de profiter de l'effet expansionniste de la politique économique. Ils avancent par ailleurs la

L'insuffisance de la PPA absolue relève de son hypothèse sous-jacente que le niveau des prix peut être mesuré par le même panier de biens dans deux pays différents participant aux échanges. Hors, la constitution de paniers de biens identiques est pratiquement impossible en tenant compte de l'existence d'une part non négligeable de biens non échangeables dans chaque production nationale¹⁸.

L'importance relative des coûts de transport, par rapport aux coûts de production, peut s'élever au point de rendre un bien ou un service quasiment non échangeable. Certaines pratiques tarifaires monopolistiques peuvent aussi distendre le lien entre prix de biens similaires vendus dans différents pays.

Pour cet ensemble de raisons, le pouvoir d'achat d'une monnaie pourra évoluer indépendamment de celui d'une autre monnaie, même dans le cas de modifications de change consécutives à des mouvements de prix dans l'un ou l'autre des pays.

La théorie de la PPA élargie, par rapport à la première, présente l'avantage de prendre cette réalité en considération en introduisant le taux de change réel. Ce taux est déterminé à partir d'indices de prix distincts, calculés sur la base des achats typiques des ménages et entreprises de chaque pays qui révèlent une préférence nette pour les biens nationaux.

Le taux de change réel permet alors de mettre en rapport et d'envisager l'évolution distincte des prix respectifs de ces deux paniers de biens, exprimés dans une seule monnaie. Le taux de change réel est exprimé par la relation (6) de l'encadré 1 : $q_{FF/DM} = E_{FF/DM} \cdot P_G / P_{FF}$.

Ainsi, en prenant comme pays de référence la France et l'Allemagne, une hausse du taux de change réel FF/DM correspond à une dépréciation réelle du franc par rapport au deutsch mark. Elle exprime une hausse des prix des biens allemands libellés en francs relativement aux prix des biens français. Le franc, du fait de la hausse du taux de change réel FF/DM, a un moindre pouvoir d'achat en Allemagne qu'en France.

Les taux de change réels à long terme sont uniquement soumis aux conditions d'offre et de demande de produits dans chaque pays. Les variations de l'offre et de la demande de monnaie

hausse du prix des matières premières, que les entreprises doivent répercuter sur les prix aux consommateurs.

¹⁸ **P. R. Krugman et M. Obstfeld** [1995, p.471] nous indiquent qu'il est possible de mesurer très approximativement l'importance des biens non échangeables dans l'économie américaine en évaluant la part des activités de services et de construction dans le PNB. Elle s'élève à 60% environ en 1991.

n'interviennent pas in fine sur le niveau des taux de change réels (ce qui permet d'ailleurs de conserver la condition de PPA et la relation directe entre taux de change nominaux et niveaux des prix nationaux).

Nous allons à présent utiliser les interdépendances macroéconomiques entre les différents marchés nationaux et internationaux établies jusque là pour envisager la mise en oeuvre de politiques économiques monétaires ou réelles. Ces politiques modifient, sur la courte et la longue période, les variables intervenant sur ces marchés, et affectent la production de court terme. Nous pouvons ainsi nous rendre compte de la réalité de l'influence de l'instrument monétaire et de l'instrument budgétaire sur la croissance du produit national dans le cadre d'économies ouvertes tout d'abord (influence sur l'efficacité des instruments), puis dans le cadre de la constitution d'une union monétaire (influence sur la diversité des instruments). Ces deux éléments participent conjointement à la définition de la marge de manoeuvre de l'État en matière de stabilisation conjoncturelle.

2. Les interdépendances structurelles limitent l'efficacité des instruments

Au sens littéral du terme, l'efficacité d'une mesure peut être évaluée à partir des effets qu'elle produit, s'ils sont conformes aux attentes initiales et s'ils représentent des résultats profitables par rapport à l'objectif central établi au départ.

Relativement à la croissance du produit, la politique économique devient « inefficace » si les instruments monétaires et budgétaires n'atteignent pas l'objectif final prioritaire de croissance ou si les impacts qu'ils produisent, même conformes à ceux qui étaient attendus, entravent la croissance.

En représentant les composantes de la demande globale à partir de leurs principaux déterminants¹⁹, à savoir le revenu disponible des ménages, le taux de change réel, le taux d'intérêt réel, la demande d'investissement et la dépense publique, nous constatons que les politiques monétaires et budgétaires agissent directement ou indirectement sur les composantes

¹⁹ La demande globale peut s'exprimer par : $D = D(EP^*/P, Y-T, I, G) = C(Y-T) + I + G + CA(EP^*/P, Y-T)$
où P est le niveau des prix national, P* le niveau des prix à l'étranger; EP*/P le taux de change réel, (Y-T) le revenu disponible des ménages, I l'investissement, G les dépenses publiques, C la consommation.

de la demande globale. Nous allons préciser successivement la nature de ces deux types d'actions qui affectent la croissance du produit national par leur influence sur les caractéristiques de la demande globale.

2.1. L'influence de l'instrument monétaire

2.1.1. La politique monétaire face à la libéralisation des marchés et à l'intégration

L'adhésion au principe de libéralisation des marchés et la matérialisation de ce principe au cours des années 80, par diverses transformations importantes du fonctionnement des marchés financiers, ont précipité l'abandon des dispositifs de contrôle direct, principalement le contrôle des changes et l'encadrement du crédit. Ces deux évolutions ont ainsi influencé la redéfinition des variables opérationnelles de la politique monétaire.

Parmi les trois instruments monétaires restant en vigueur dans la plupart des pays industrialisés²⁰, il est possible de noter la prédominance des interventions sur le marché monétaire, par les taux ou la base monétaire, dans les pays qui ont profité des mutations financières.

L'action par les taux d'intérêt vise à modifier le coût de la monnaie banque centrale sur le marché monétaire. Une croissance du taux interbancaire affecte le coût des ressources monétaires, forçant les banques à augmenter les taux débiteurs. La baisse de la demande de crédit qui en résulte permet ainsi à l'institut d'émission de réguler la création monétaire.

La régulation par la base monétaire permet à la banque centrale d'intervenir directement sur le montant des liquidités fournies au marché monétaire par la cession et l'acquisition de titres. La variation des taux d'intérêt, issue de la confrontation de cette offre avec le niveau de la demande de liquidités par les banques, permet alors l'ajustement du marché monétaire, et limite l'offre de crédit.

Le modèle IS-LM inclut un cinquième déterminant de la demande globale puisqu'il permet au taux d'intérêt réel d'influer positivement sur la consommation et l'investissement. La relation (7) de l'encadré 1 tient compte de cette influence. Nous tiendrons compte par la suite du taux d'intérêt réel comme déterminant de la demande globale.

²⁰ Les interventions sur le marché monétaire (marché interbancaire et marché des titres de créances négociables) consistent en l'achat ou la cession de titres ; la politique du réescompte définit les conditions du refinancement des

Tout en associant la politique monétaire à la maîtrise d'une variable nominale intermédiaire (l'agrégat de référence est M3 pour la Banque de France) afin de pouvoir y rattacher le taux d'inflation, il est désormais admis que « *le principal moyen d'action de la banque centrale est le pouvoir qu'elle a de faire varier les taux d'intérêt du marché monétaire* »²¹.

En effet, la régulation par la base monétaire peut être à l'origine d'une forte instabilité des taux sur le marché monétaire, susceptible de provoquer des mouvements de taux de change et finalement de fragiliser l'économie réelle. La probabilité d'une telle instabilité augmente dans le contexte actuel d'indépendance des banques centrales.

De surcroît, les innovations et déréglementations financières ont fait reculer la contrainte de liquidité par la multiplication des actifs liquides rémunérés ; une facilité de conversion accrue des actifs en monnaie rend plus flous les contours de la monnaie et la distinction monnaie/titres. Ainsi, « *la libéralisation financière a revalorisé le rôle des prix financiers dans la transmission. D'abord, ces prix reflètent mieux les tensions des marchés; ensuite, les décloisonnements ont élargi les arbitrages et accru la sensibilité des agents aux rendements des actifs* »²².

Nous choisissons toutefois d'envisager dans ce qui suit, l'hypothèse d'une intervention directe des autorités monétaires sur l'offre de monnaie pour diverses raisons.

Cet instrument demeure un moyen d'action toujours en vigueur malgré les évolutions décrites. De plus, qu'il soit envisagé par exemple une hausse de l'offre de monnaie ou une baisse des taux directeurs du marché monétaire par la banque centrale, l'impact supposé est une baisse des taux d'intérêt pratiqués par les banques de second rang. A ce titre, l'avantage de décrire les conséquences de variations de l'offre de monnaie plutôt que des changements de taux réside dans la possibilité de décrire trois types de situations différentes, ayant chacune leurs propres effets sur les différents marchés : une hausse ponctuelle, une hausse permanente ou une augmentation du taux d'accroissement de l'offre de monnaie.

Enfin, il faut anticiper le fait que, dans le cadre de l'union monétaire, la banque centrale européenne se substituera aux banques centrales nationales dans la gestion des taux. Bien que privées de la possibilité du financement monétaire direct, les banques centrales continueront cependant d'avoir accès au marché secondaire pour y échanger des titres.

effets et créances mobilisés par les banques auprès de l'institut d'émission ; la politique des réserves obligatoires oblige les banques à constituer des réserves à la banque centrale pour les priver d'une partie de leurs liquidités.

²¹ C. Goodhart [1993]

²² M. Cabannes [1994, p.67]

Afin d'envisager maintenant l'éventuelle perte d'efficacité de la politique monétaire liée à l'ouverture aux échanges, nous devons rappeler brièvement les effets de cette politique, en l'absence de flux commerciaux et financiers avec l'extérieur. Ainsi, dans le cadre d'économies fermées aux échanges, une variation de l'offre de monnaie dans le sens de la hausse engendre un effet multiplicateur sur le produit intérieur, grâce aux mouvements de taux d'intérêt. Que ce soit par le biais d'un accroissement du niveau de l'offre d'encaisses monétaires ou d'une diminution des taux directeurs de la banque centrale, on assiste à une baisse des taux d'intérêt pratiqués par les banques commerciales. Cette baisse des taux affecte positivement l'investissement et la consommation et de ce fait le produit intérieur (si l'on prend en compte l'hypothèse du modèle IS-LM d'une influence des taux d'intérêt sur ces deux composantes de la demande globale).

Au sein d'économies intégrées, où les échanges de biens et d'actifs sont libéralisés, nous allons pouvoir constater que les effets inflationnistes de la croissance de la masse monétaire sont susceptibles d'influer sur l'équilibre extérieur, et éventuellement de mitiger l'impact bénéfique sur le produit. Par ailleurs, suivant la forme que prend l'accroissement monétaire, les taux d'intérêt pourront se comporter différemment et ne pas susciter l'effet expansionniste traditionnellement attendu.

Nous supposons, pour les divers cas envisagés, une situation initiale d'équilibre sur le marché monétaire et le marché des changes.

2.1.2. Le cas d'une hausse ponctuelle de l'offre de monnaie

Ceteribus paribus, en présence d'une **augmentation de l'offre de monnaie nationale**, les détenteurs d'encaisses monétaires nationales vont pouvoir utiliser cet excédent pour acquérir des actifs portant intérêt. S'ils sont nombreux à se comporter ainsi, ils ne parviennent pas à prêter ces encaisses au taux d'intérêt d'équilibre du pays. Le taux d'intérêt doit alors s'abaisser, permettant au marché monétaire de voir s'égaliser de nouveau l'offre et la demande de monnaie, mais à niveaux d'encaisses et de taux supérieurs.

La baisse du taux d'intérêt rend par ailleurs la détention de monnaie nationale moins intéressante sur le marché des changes, et se traduit par un accroissement de l'offre de dépôts

en monnaie nationale. Les détenteurs de ces dépôts sont obligés de les proposer à un meilleur prix. Conformément à la théorie de la parité d'intérêt (la relation (1) de l'encadré 1), un retour à l'égalisation des rendements des différents dépôts en devises nécessite une dépréciation de la monnaie nationale.

En effet, ce mouvement du taux de change provoque une diminution du taux de dépréciation attendu de la monnaie nationale (le taux de change futur attendu étant supposé constant), compensant exactement la baisse du taux d'intérêt de la monnaie nationale.

Consécutivement à la dépréciation de la monnaie nationale, les produits nationaux deviennent moins chers par rapport aux produits étrangers, ce qui améliore le solde de la balance courante par les répercussions sur le prix des exportations et des importations, et finalement la demande globale. L'utilisation de la condition Marshall-Lerner peut être utilisée afin de constater si les volumes d'importations et d'exportations sont suffisamment élastiques par rapport aux taux de change réels, et permettent donc de prévoir par exemple une amélioration de la balance courante suite à une dépréciation du taux de change. Il est en effet possible de supposer un « effet valeur » supérieur à un « effet volume ». Cette situation survient lorsque la hausse du prix des produits étrangers relativement aux produits domestiques améliore la compétitivité-prix des produits nationaux mais accroît dans un premier temps le montant des importations. Ceci pourrait contribuer à déprécier encore la monnaie, accroître le déficit extérieur et tomber finalement dans le cercle vicieux de la dévaluation.

Il n'est pas abusif de considérer toutefois qu'en dehors d'une brève période d'ajustement, immédiatement consécutive à la dépréciation, où l'effet prix des importations joue en étant défavorable au solde courant, la dépréciation finit à terme par améliorer le niveau de la demande nette d'exportations²³.

Sur le long terme, un accroissement de l'offre de monnaie ne modifie pas le niveau de production de plein emploi, déterminé par les dotations en facteurs de production. Il n'influence pas non plus le taux d'intérêt lorsque, par exemple, il y a un doublement de l'offre de monnaie et du niveau des prix. Par ailleurs, un doublement de tous les prix monétaires des biens conserve les prix relatifs constants.

²³ Voir **P. R. Krugman et M. Obstfeld** [1995, p.541 et suiv.] notamment l'annexe 2 du chapitre 17 sur le rappel de la condition Marshall-Lerner et les conclusions allant dans le même sens. Voir aussi G. Koenig [1997, p.41-42].

Ainsi, une variation de l'offre de monnaie ne modifie pas l'allocation des ressources sur le long terme et n'influence que le niveau absolu des prix monétaires, dont la hausse est proportionnelle à celle de l'offre de monnaie.

Ce résultat émerge de la définition du niveau des prix à long terme, rapport de l'offre et de la demande réelle de monnaie. La PPA permet de prévoir une élévation consécutive du taux de change à long terme (c'est à dire une dépréciation de la monnaie nationale) toujours proportionnellement à l'augmentation de l'offre de monnaie et de celle des prix.

Le même résultat peut être obtenu à partir de la théorie de la PPA élargie.

L'effet inflationniste associé à l'accroissement de l'offre de monnaie peut détériorer la compétitivité-prix des produits nationaux. Toutefois, la hausse des prix n'empêche pas l'effet stimulant de la baisse du taux d'intérêt sur la consommation et l'investissement, ni celui de la dépréciation de la monnaie nationale sur le solde des paiements courants.

2.1.3. Le cas d'une hausse permanente de l'offre de monnaie

Dans la réalité, les politiques monétaires se caractérisent plutôt par des décisions d'accroissement monétaire régulier, qui prennent la forme soit d'une hausse constante du niveau d'offre de monnaie, soit d'une élévation du taux de croissance de l'offre de monnaie.

En présence d'une **augmentation permanente de l'offre de monnaie**, ceteris paribus, ce n'est pas seulement le taux d'intérêt qui se modifie à court terme. C'est aussi la définition par les opérateurs du niveau des taux de change futurs attendus, qui étaient jusque là supposés constants.

En effet, l'annonce d'une augmentation continue de l'offre de monnaie est perçue par les opérateurs comme une augmentation à long terme de tous les prix, y compris le taux de change futur.

Les effets à court terme de cette décision de hausse permanente sont les mêmes que ceux survenus suite à un accroissement en une fois de l'offre de monnaie. Nous assistons ainsi à l'augmentation de l'offre réelle de monnaie, à une baisse consécutive du taux d'intérêt et finalement à une dépréciation de la monnaie nationale.

Toutefois, dans la mesure où les opérateurs s'attendent à une dépréciation future de la monnaie nationale, la dépréciation du taux de change courant est plus importante qu'en l'absence

d'augmentation du taux de change futur attendu, afin que soit maintenue la relation de parité d'intérêt.

Comme dans le cas précédent, ces effets de rééquilibrage à court terme n'empêchent pas la hausse du niveau des prix à mesure que l'économie s'ajuste à son équilibre de long terme. Cette hausse des prix, du fait qu'elle est proportionnelle à celle de l'offre de monnaie, permet un retour au niveau initial de l'offre réelle de monnaie.

Les effets attendus sont les mêmes que dans le cas précédent. L'impact négatif sur le solde de la balance courante de prix plus élevés des biens domestiques par rapport aux produits étrangers est censé être compensé par une dépréciation du change et la baisse du taux d'intérêt.

Puisque la dépréciation est plus forte qu'en présence d'une hausse ponctuelle de l'offre de monnaie, le bénéfice attendu sur le solde courant est plus important et favorise d'autant la croissance du produit intérieur.

Rappelons qu'une fois que les prix se sont ajustés à leur niveau de long terme, il s'ensuit une hausse du taux d'intérêt dont le niveau d'équilibre est aussi égal à son niveau précédant la hausse de l'offre de monnaie.

Le respect de la parité d'intérêt nécessite une modification du taux de change, qui prend la forme d'une appréciation de la monnaie nationale²⁴.

Le taux de change d'équilibre obtenu en longue période est plus élevé que celui en vigueur avant la décision des autorités monétaires d'accroître l'offre de monnaie de manière permanente.

2.1.4. Le cas d'une hausse du taux d'accroissement de l'offre de monnaie

Jusqu'à présent, un changement dans l'offre de monnaie n'a engendré aucun effet sur les valeurs à long terme du taux d'intérêt ou de la production réelle. Il en va différemment dans l'hypothèse, *ceteris paribus*, d'une **modification du taux d'accroissement de l'offre de monnaie**.

²⁴ C'est une conséquence du phénomène de « sur-réaction » du taux de change qui montre que la réaction initiale du taux de change (en l'occurrence une dépréciation) est plus forte que sa réaction à long terme (appréciation du change dans un second temps).

La décision d'augmenter ce taux ne se traduit pas par un accroissement immédiat de l'offre de monnaie. Cet accroissement ne s'applique que sur les périodes à venir. Ainsi, l'offre d'encaisses monétaires réelles demeure intacte à court terme. Néanmoins, les opérateurs intervenant sur le marché des changes anticipent une dépréciation plus rapide de la monnaie à l'avenir, lorsque l'offre de monnaie augmentera effectivement. Cette dépréciation s'illustre par une hausse du taux de change attendu futur au sein de la relation de parité d'intérêt.

Afin que la parité d'intérêt soit conservée, le taux d'intérêt national s'accroît. On assiste alors à une diminution de la demande réelle de monnaie, consécutive à l'élévation du taux d'intérêt, ce qui provoque une situation d'offre excédentaire d'encaisses monétaires réelles.

La relation définissant le niveau des prix à long terme nous apprend que les prix s'élèvent en réponse à la baisse de la demande de liquidités. De plus, en accord avec la PPA, on observe une hausse simultanée et proportionnelle du taux de change à long terme.

Par rapport aux deux cas précédents, la variation du taux d'intérêt n'intervient pas du fait d'un changement des offres et demandes courantes de monnaie.

L'accroissement du taux de croissance de l'offre de monnaie fait passer le taux d'intérêt, le niveau des prix et le taux de change sur une nouvelle trajectoire d'équilibre le long de laquelle les variations sont plus rapides et où, en particulier, la dépréciation est plus rapide. Ce sont une inflation attendue plus élevée et un affaiblissement futur prévisible de la monnaie nationale qui sont à l'origine d'une élévation du taux d'intérêt²⁵. La dépréciation de la monnaie nationale est consécutive à la hausse des prix.

En ce qui concerne l'impact sur la croissance du produit national, il semble que la dépréciation de la monnaie nationale soit insuffisante pour compenser l'effet restrictif (sur le solde courant, la consommation et l'investissement) d'une hausse dans le niveau des prix et des taux d'intérêt. Ainsi, l'identification des facteurs à l'origine des variations de taux d'intérêt est nécessaire à toute tentative d'explication des taux de change basée sur les taux d'intérêt. Il est notamment fondamental de déterminer si ces facteurs ont influencé ou non le taux de change attendu futur,

²⁵ Cette relation de long terme entre le taux d'inflation et le taux d'intérêt se nomme l'effet de Fisher. Elle est obtenue en combinant la condition de parité d'intérêt et la PPA relative. Elle indique qu'une différence entre le taux d'intérêt de deux pays apparaît seulement lorsque l'inflation attendue dans un pays augmente par rapport à celle de

puiqu'en l'occurrence, nous passons d'un effet bénéfique sur le produit à une situation où l'effet inverse se produit.

Après avoir déterminé l'impact sur les composantes de la demande globale de différentes mesures de politique monétaire et mesuré leur efficacité en économie ouverte, considérons à présent les modifications de nature budgétaire, censées favoriser la croissance du produit national.

2.2. L'influence de l'instrument budgétaire

2.2.1. Quelques principes budgétaires

La politique budgétaire repose sur la modification autonome des dépenses publiques ou des prélèvements fiscaux opérés par un gouvernement en vue de la régulation macroéconomique.

Les objectifs de la politique budgétaire demeurent ceux de la politique économique en général (croissance, plein emploi, stabilité des prix, équilibre extérieur). Toutefois, au sein des actions de stabilisation des fluctuations conjoncturelles spontanées d'une économie nationale, l'instrument budgétaire occupe une place privilégiée dans la recherche de l'équilibre interne.

Ce rôle essentiel tient au fait que l'État constitue généralement le premier producteur et le premier employeur d'un pays et peut décider, en fonction de l'état de la conjoncture, d'accroître l'intensité de ses activités et interventions.

Il agit également de manière indirecte sur la production nationale en stimulant respectivement la demande de consommation et d'investissement des agents privés, par l'accroissement du revenu disponible des ménages (par exemple, en réduisant les impôts ou en augmentant les prestations sociales) et le développement des revenus d'exploitation ou l'épargne disponible des entreprises (par le biais de subventions, de bonifications d'intérêt ou encore de diminution d'impôts et de charges sociales).

Le principe permettant d'attribuer à l'instrument budgétaire une plus grande efficacité pour stimuler l'activité interne est conforme à l'analyse keynésienne de base, qui associe à un

l'autre pays. Ainsi, une hausse du taux d'inflation dans un pays se traduira par une hausse équivalente du taux d'intérêt sur les dépôts en monnaie nationale, c'est à dire : $R_{FF} - R_{DM} = \Pi^e_F - \Pi^e_G$

accroissement des dépenses publiques une augmentation plus que proportionnelle du produit grâce à l'action du multiplicateur.

Cette notion rejoint le principe d'affectation, introduit par R. Mundell pour définir l'*optimal policy mix* entre les trois instruments fondamentaux de la politique économique (la politique budgétaire, la politique monétaire et la politique de change) lorsque deux objectifs, l'équilibre interne et l'équilibre externe, doivent être atteints.

La règle conforme au principe d'affectation consiste à utiliser chaque instrument en fonction de l'objectif sur lequel il a l'action la plus directe. R. Mundell établit les diverses stratégies concevables lorsque sont confrontés les trois types de politique envisagés. Qu'elle soit opposée à l'instrument monétaire ou de change, la politique budgétaire est toujours préférée aux deux autres dans la recherche de l'équilibre interne, assimilé à la conjonction du plein emploi et de la croissance du produit national²⁶.

Dans le cadre d'une économie fermée, un accroissement des dépenses publiques, à la fois de consommation ou d'investissement, correspond à un accroissement de la demande globale et agit favorablement sur le niveau de la production nationale. Les mêmes effets expansionnistes sont fréquemment associés à une diminution d'impôts, une fois que les agents ont répercuté cette hausse du revenu disponible sur leur consommation.

La hausse du montant des dépenses publiques se manifeste toutefois par un déficit budgétaire, qu'il est nécessaire de financer soit par l'émission d'un emprunt soit par un recours aux avances de la Banque centrale (préférés à l'impôt dans le cadre d'une stimulation de l'activité économique). L'émission d'emprunts, à l'origine de mouvements de taux d'intérêt, est susceptible de modifier la demande de monnaie des agents privés parce que cette émission affecte l'épargne de ces mêmes agents. L'usage des avances de la Banque centrale influence l'offre de monnaie centrale (les États en disposaient dans le cadre du SME; elles sont interdites au sein de l'union monétaire européenne).

Dans le cas de l'émission d'emprunts, il se manifeste un phénomène d'éviction financière vis à vis des agents économiques privés. Le développement des emprunts publics est un facteur déterminant de hausse du taux d'intérêt, qui décourage la demande de liquidités de la part des

agents privés et les initiatives d'investissement. De plus, en ayant recours aux fonds disponibles dans l'économie, l'État réduit considérablement le niveau de l'offre de monnaie disponible proposée aux agents privés pour leurs activités productives.

Considérons par ailleurs que la demande excédentaire de produits se traduit par une hausse des prix, et un effet inflationniste qui s'ajoute à l'effet restrictif sur l'investissement privé pour mitiger les bienfaits de la dépense publique.

2.2.2. Le cas d'une hausse des dépenses publiques

L'ouverture vers l'extérieur nécessite de s'intéresser à l'impact, *ceteris paribus*, de l'**accroissement des dépenses publiques** sur le niveau des taux de change, qui réagit à court terme à l'élévation du taux d'intérêt. Il faut aussi considérer l'effet des mouvements de prix, issus de cet accroissement, sur le niveau du solde de compte courant.

Sur le marché des actifs, la hausse du taux d'intérêt national, consécutive à la hausse des dépenses publiques, rend plus attractifs les dépôts en monnaie nationale, et attire les capitaux étrangers. Tout comme dans le cas de mesures de politique monétaire, le respect de la parité d'intérêt requiert une appréciation du taux de change. C'est « l'effet change », décrivant des produits nationaux plus chers qui affectent le solde courant. Un « effet prix indirect » peut survenir si les entreprises privées, évincées des marchés financiers par l'Etat, sont obligées d'augmenter leurs prix pour trouver une source de financement de leurs investissements. Cet effet détériore aussi la compétitivité-prix internationale des biens nationaux.

En outre, l'accroissement des dépenses publiques augmente la demande nationale de produits relativement à la demande étrangère, et cette demande se porte principalement sur les biens nationaux échangés ou non échangés. Elle se traduit donc par une appréciation réelle à long terme de la monnaie nationale²⁷.

²⁶ **J. Percebois** [1991, p.140 et suiv.] présente une description détaillée des diverses stratégies budgétaires, à partir du modèle Mundell-Fleming, montrant que la politique budgétaire doit être favorisée lorsqu'un gouvernement se préoccupe de l'objectif d'équilibre interne.

²⁷ Dans le cas d'un échange entre la France et l'Allemagne, cela correspond à une diminution de $q_{FF/DM}$ dans la relation (6) de l'encadré 1 : $q_{FF/DM} = E_{FF/DM} \cdot P_G / P_{FF}$

Ceci permet de voir que les taux de change réels sont soumis aux changements dans l'offre et la demande de produits, alors qu'ils sont insensibles aux mouvements d'offre et de demande sur le marché monétaire.

Puisque les niveaux de prix nationaux à long terme ne varient pas, en l'absence de changements monétaires, la diminution du taux de change réel entraîne avec elle une baisse du taux de change nominal²⁸, c'est à dire l'appréciation du change.

La diminution de la compétitivité-prix internationale des biens nationaux, qui tend à accroître le volume des importations et à limiter les exportations, s'ajoute ici aux effets d'éviction. Ainsi, l'efficacité de l'instrument budgétaire est fortement hypothéquée dans un contexte d'économies intégrées. L'emploi de cet instrument se traduit par un effet restrictif sur certaines composantes de la demande globale, en particulier la balance courante, la consommation et l'investissement. Le seul effet attractif d'un taux d'intérêt élevé sur les capitaux étrangers compensera difficilement cette situation.

2.2.3. Le cas d'un accroissement permanent des dépenses publiques

Ceteris paribus, il est possible d'envisager le cas d'une **hausse permanente des dépenses publiques**. L'impact est immédiat sur le marché des produits comme précédemment. Mais cette hausse agit également sur le marché des actifs puisqu'elle modifie les attentes sur le niveau des taux de change à long terme.

L'appréciation de la monnaie à long terme est alors plus importante qu'en présence d'une expansion budgétaire ponctuelle, et les effets stimulants sur la production sont réduits. C'est une partie plus importante de la demande globale de biens et services intérieurs qui est en quelque sorte évincée, du fait qu'ils sont plus coûteux relativement aux produits étrangers.

Ce phénomène d'éviction peut être tempéré par l'existence de mesures d'accompagnement monétaire, susceptible de réduire l'élévation du taux d'intérêt par un accroissement de l'offre de monnaie. Nous avons vu en effet qu'en cas d'accroissement temporaire de l'offre de monnaie, on assiste à une amélioration de la balance courante en courte période. Ainsi, une croissance de l'offre de monnaie conjuguée à une relance budgétaire, par le biais de dépenses publiques accrues, est susceptible de pallier l'effet déprimant due à l'ouverture aux échanges de biens et d'actifs et la réduction de l'investissement privé suite à la hausse du taux d'intérêt. Il n'est pas non plus exclu de pouvoir faire appel à l'épargne extérieure pour financer les

²⁸ qui est obtenue en transformant l'équation précédente, pour obtenir : $EFF/DM = QFF/DM \cdot PFF / PG$

emprunts publics, afin de limiter la hausse des taux d'intérêt. C'est toutefois une solution peu envisageable en cas d'une dette publique déjà excessive.

Il est admis aujourd'hui que l'éviction à moyen et long terme trouve principalement son origine dans les effets pervers d'un déficit budgétaire accru en économie ouverte. L'accroissement du produit espéré d'une hausse des dépenses publiques peut ne pas avoir lieu si l'effet dominant de la relance budgétaire est une augmentation du montant des importations, et l'émergence ou l'accentuation d'un déséquilibre extérieur. Dans ce cas, la politique budgétaire est inefficace non seulement parce qu'elle ne produit pas l'effet attendu (une hausse du produit) mais aussi parce qu'elle se traduit par un impact non profitable par rapport à l'objectif défini au départ (une baisse du produit).

Nous allons voir dans la section suivante que les mesures d'accompagnement monétaire ou le recours aux concours de l'extérieur, censés limiter ces inefficacités, ne sont plus admis dans le cadre de l'union monétaire. Nous verrons cependant qu'une situation de changes fixes peut atténuer la perte d'efficacité de l'instrument budgétaire, ce que prédit la théorie des zones monétaires optimales, en présence d'une forte mobilité des capitaux.

Précisons un dernier point quant aux motivations qui nous animent ici. Il ne s'agit pas de mettre en cause l'existence même de l'instrument budgétaire par une présentation exhaustive de ses inefficacités. Une littérature abondante s'est développée à ce sujet, opposant détracteurs et défenseurs de l'activisme budgétaire. Les premiers se sont rangés notamment derrière certains concepts, tels la stabilisation automatique de la conjoncture; les seconds ont tenté d'imposer certaines règles légitimant l'utilisation de l'arme budgétaire, comme l'absence de neutralité d'un budget en équilibre (théorème de Haavelmo).

Notre objectif se résume à l'association de la perte d'efficacité, que nous avons décrite jusque là comme le résultat de l'intégration, et de la moindre diversité d'instruments issue de l'union monétaire, que nous allons maintenant développer, pour définir la notion de marge de manoeuvre.

3. L'union monétaire diminue le nombre des instruments disponibles

3.1. Le projet d'union monétaire en réponse à l'inefficacité des instruments conjoncturels

3.1.1. Les premiers accords mettent en évidence l'importance des interdépendances

Comme nous l'avons déjà souligné, le premier Plan Barre met l'accent sur les interdépendances structurelles qui naissent du processus d'intégration. Il insiste par ailleurs sur la nécessité d'une coordination des politiques nationales.

Cette idée n'est pas nouvelle puisqu'elle est introduite par le Traité de Rome en 1957. Ensuite, les initiatives communautaires sont nombreuses dans les premières années de la construction européenne pour souligner l'exigence d'une coopération économique des États intégrés.

Ces initiatives sont toutefois impulsées par la situation dégradée de la fin des années 1960 en Europe. Jusque là, les pays européens avaient connu une relative stabilité économique. Les fluctuations de conjoncture étant demeurées minimales, tout déséquilibre national en matière de chômage, d'inflation et de balance des paiements n'avait pas engagé la situation économique des autres États membres de la Communauté.

À l'approche de la décennie 1970, l'inflation communautaire passe à deux chiffres, les taux de chômage connaissent une forte augmentation et le phénomène de la stagflation apparaît. L'extension du marché des Euro-dollars tend à généraliser le mécanisme des crises spéculatives, annihilant les actions de politique économique et les tentatives de protection des monnaies nationales par les banques centrales européennes.

Le premier Plan Barre met en lumière ces perturbations conjoncturelles, et les risques qui pèsent sur l'avenir de la Communauté sans réaction de la part de ses membres. Les propositions de la Commission au Conseil s'orientent progressivement sur les améliorations possibles dans le domaine des relations monétaires entre États européens et la concertation des décisions économiques nationales.

Une étape préalable consiste à imposer le principe de convergence des orientations nationales à moyen terme. Ces objectifs de moyen terme concernent le taux de croissance de la production et l'emploi, l'évolution des prix, le solde des paiements courants et le solde de la balance des paiements, avec une importance particulière accordée à la stabilité des prix.

Une avancée supplémentaire revient à adhérer au principe de la mise en place de politiques économiques à court terme concertées, jugée indissociable des objectifs nationaux de moyen terme.

Un troisième principe introduit par le Plan Barre est celui d'une coopération monétaire intra-communautaire et relève de la même idée de soutien des États en difficulté ou en proie à des écarts par rapport aux objectifs de moyen terme. Cette coopération se matérialise par l'existence de financements, obtenus sans délai et en cas de besoin auprès des autres membres de la Communauté.

En cohérence avec ces trois principes, le sommet de la Haye en 1969 marque la décision par les six membres de la Communauté de réaliser progressivement l'Union Monétaire Européenne, terme désormais institutionnalisé, et l'exigence d'un programme par étapes devant mener à sa mise en place. Le deuxième Plan Barre²⁹ permet à la Commission de soumettre au Conseil quelques principes économiques fondamentaux devant servir à un projet de plan par étapes vers une union économique et monétaire.

Ce plan soumet la nécessité de faire progressivement de la Communauté un ensemble individualisé et organisé, disposant nécessairement d'une position extérieure commune vis-à-vis du reste du monde. Certains faits économiques internationaux ont justifié cette exigence, notamment le développement économique rapide de la zone communautaire, la persévérance des membres du GATT dans le processus de libéralisation des échanges de biens et d'actifs ou encore la détérioration du SMI.

Un deuxième principe fondamental est de constituer, au sein de la Communauté, un espace économique sans frontières, marqué par une cohésion monétaire forte. Cette dernière s'illustre principalement par l'institution d'une monnaie communautaire ou, à défaut, de la convertibilité totale et irréversible des monnaies européennes. Elle contient aussi le projet d'une centralisation de la politique monétaire et de la création des liquidités, afin d'orienter les économies européennes, conformément aux objectifs définis en commun. Il est donc prévu une définition concertée des instruments, essentiellement monétaires. Cette idée émane d'une volonté de réagir à la perte d'efficacité des outils économiques nationaux dans un contexte

²⁹ « Communication de la Commission au Conseil au sujet de l'élaboration d'un plan par étapes vers une union économique et monétaire », 4 avril 1970.

d'interpénétration des économies. Elle est aussi censée répondre au danger d'un retour à des politiques protectionnistes.

3.1.2. Le rapport Werner tente de pallier les inefficacités liées à l'intégration

À partir de ces recommandations, un comité est mis en place par le Conseil le 6 mars 1970 afin d'élaborer les différentes étapes pour la réalisation d'une union économique et monétaire et les conditions de son fonctionnement. Il est présidé par Monsieur Pierre Werner, président et ministre des finances du gouvernement luxembourgeois. La version définitive du rapport Werner est remise à la Commission le 8 octobre 1970.

L'originalité de ce rapport est qu'il présente l'unification monétaire comme une exigence, la raison essentielle invoquée étant la perte d'efficacité des instruments conjoncturels nationaux. L'interpénétration croissante des économies s'est en effet traduite par une perte d'autonomie des politiques conjoncturelles nationales. Des politiques communautaires de remplacement n'ont pas été formulées. De plus, le développement des marchés des eurodevises et la forte spéculation sur les marchés de capitaux rendent difficile la mise en oeuvre des ajustements nécessaires. L'ensemble contribue à l'absence d'un fonctionnement harmonieux du marché commun.

L'ambition du rapport Werner est de montrer la nécessité d'asseoir le fondement de la construction de l'union économique et monétaire sur la mise en place d'une coordination et d'une harmonisation des politiques économiques nationales, dans le contexte de perte d'autonomie des politiques nationales.

Stabilité, emploi et croissance sont les objectifs de long terme à atteindre pour les économies européennes, ce qui nécessite la création d'une zone de libre circulation des biens, services, capitaux et personnes, sans distortions de concurrence ni déséquilibres structurels et régionaux. Pour ce faire, il est nécessaire de coordonner les politiques conjoncturelles, mais aussi mettre en oeuvre une politique d'harmonisation fiscale qui n'entrave pas le développement du marché des capitaux. Doit y être associée une politique des taux unifiée. Ces principes avaient déjà été spécifiés dans le plan Barre du 4 mars 1970.

L'irréversibilité du processus d'unification monétaire est affirmée par l'acceptation du principe de convertibilité réciproque totale et irrévocable des monnaies communautaires, sans fluctuation des cours du change, et avec des rapports de parités immuables, ou de préférence, la mise en place d'une monnaie commune.

Conformément à ce principe et par souci de cohésion de l'union, un transfert de certaines prérogatives au niveau communautaire est par ailleurs programmé. Outre la détermination des objectifs quantitatifs à moyen terme, ce transfert concerne la définition et la mise en oeuvre de la politique monétaire, la définition du volume et des modes de financement des budgets publics, une participation à la gestion des problèmes de mise en oeuvre des politiques structurelles.

La création d'un système communautaire de banques centrales est envisagée pour assumer la politique monétaire. Un tel système doit prendre en charge les décisions concernant la liquidité, les taux d'intérêt, l'octroi de prêts aux secteurs public et privé, les interventions sur le marché des changes et la gestion des réserves monétaires de la Communauté, de même que la fixation des parités de change vis-à-vis du monde extérieur.

Par ailleurs, il est prévu qu'*un centre de décision pour la politique économique exercera de façon indépendante, en fonction de l'intérêt communautaire, une influence décisive sur la politique économique générale de la Communauté*, concernant notamment la gestion des soldes budgétaires nationaux, les déficits et excédents. Ce centre est politiquement responsable devant un Parlement européen. Le rapport précise toutefois la nécessité de conserver une structure budgétaire décentralisée, composée d'échelons nationaux et communautaires.

Le plan par étapes imaginé pour planifier l'unification monétaire est assez conforme à celui qui sera décidé 20 ans plus tard par le traité de Maastricht. En effet, il prévoit d'abord une coordination des politiques économiques, par une définition commune des orientations nationales de la politique économique et monétaire. Dans un second temps, il imagine un renforcement de la coordination, notamment par l'adoption de directives communautaires, et le transfert effectif de responsabilités des autorités nationales aux autorités communautaires. La troisième étape, qui prend fin en 1978, est censée supprimer la possibilité pour les États de recourir de manière autonome à l'instrument de modification de parité.

3.1.3. Les difficultés d'un engagement solide face aux perturbations des années 1970

1978 ne marque pas la création de la monnaie commune du fait, principalement, de la période de profonde instabilité au niveau mondial qui suit la publication du rapport Werner. La Communauté est un espace économique n'échappant pas à des déséquilibres importants.

Ces perturbations émanent principalement des spéculations sur le dollar, consécutives à la crainte des opérateurs de voir la monnaie américaine se déprécier. À l'origine de ce phénomène spéculatif, sont souvent citées les mesures de politique économique prises entre 1965 et 1968 aux États-Unis, considérées par beaucoup comme ayant détruit le système de taux de change fixes. Plus encore que la politique américaine, la difficulté pour les États européens de concilier équilibre extérieur et intérieur est certainement l'élément majeur qui a provoqué la fin du système de changes fixes, décidée le 15 août 1971.

L'histoire de l'effondrement du système de Bretton Woods est l'histoire des essais infructueux que les pays ont faits pour réconcilier sous ses règles leur équilibre intérieur et extérieur³⁰.

En 1944, les déséquilibres de l'entre-deux-guerres, attribués à l'établissement d'un système de taux de change flottants, avaient favorisé le choix de mettre en place des taux de change fixes. La fixité des changes était censée prévenir les manoeuvres des spéculateurs privés, favoriser la stabilité des prix et limiter les pratiques de change compétitives.

Dans les années 1970, face à la conjugaison de l'inflation, du chômage et de la contrainte extérieure, la disparition de la contrainte de fixité des changes donne aux États la possibilité de choisir des politiques monétaires et budgétaires expansives conformes à leurs intérêts. La dépréciation monétaire leur permet ensuite de diminuer le prix relatif des biens nationaux, accroissant par là-même la demande mondiale de ces biens nationaux. La stabilisation des pressions inflationnistes vient alors d'un retour à une politique monétaire plus restrictive.

Pourtant, l'expérience du Serpent monétaire européen, mis en place en 1972, nous montre les difficultés importantes des États à stabiliser leurs taux de change. B. Eichengreen [1994, p.167] décrit les sorties nombreuses de la plupart des monnaies européennes hors du serpent. La France, par exemple, quitte le serpent en 1973, c'est à dire sort de la bande de fluctuation des devises de $\pm 2,25\%$, le rejoint en 1975 puis le quitte à nouveau en 1976. L'Italie suit à peu près le même parcours.

³⁰ P. R. Krugman et M. Obstfeld [1995, p.620]

Les Etats européens sont conscients que de telles fluctuations les empêchent de mener conjointement une stabilisation de leurs économies. La signature des accords de la Jamaï que en janvier 1976 constitue une première preuve de leur volonté de continuer à travailler dans le sens d'une coordination de leurs politiques. Ces accords sont censés officialiser les nouvelles fonctions du FMI : *désormais, celui-ci allait superviser un système monétaire mondial de taux de change éventuellement flottants*³¹.

Le deuxième élément affirmant la volonté des États européens de coordonner leurs actions est leur décision de lancer une nouvelle initiative de stabilisation des changes en 1979, par la création du Système Monétaire Européen. Les premières années de ce système se traduisent par une faible convergence des politiques, des différentiels d'inflation toujours considérables et de nécessaires réajustements de change, souvent inévitables. Toutefois, à partir de 1983, les différentiels d'inflation se réduisent, les politiques monétaires au sein de l'Europe se mettent à converger, atteignant une relative stabilisation des taux de change. À l'approche de la décennie 90, les taux d'intérêt se rejoignent.

3.1.4. Les prémisses de l'Union monétaire

Par rapport à ce qui est décrit précédemment, il semble que les années qui suivent la fin du système de Bretton Woods ne s'illustrent pas par un degré plus faible d'intégration et de coopération entre les États européens. Parfois contraints d'engager des politiques conformes à leurs seuls intérêts, ces Etats restent disciplinés dans une certaine mesure. C'est d'ailleurs en Europe que les résistances à l'établissement de changes flottants sont au départ les plus fortes, parce que les économies sont davantage ouvertes aux transactions internationales que les États-Unis³². Le choix de créer tout de suite le serpent, afin de limiter les fluctuations des devises européennes, en est une preuve supplémentaire.

La crise économique en Europe, au cours des premières années de la décennie 80, n'empêche pas non plus le processus de coordination de mûrir progressivement. Pourtant, cette crise est marquée par de forts taux d'inflation, consécutifs au second choc pétrolier (les prix du pétrole passent de 13\$ à 32\$ en 1979) et à la dévaluation du dollar de 1976 à 1979, qui relancent les importations des pays européens.

³¹ M. Burda, C. Wyplosz [1993, p.482]

Face au ralentissement de la croissance et au développement du chômage, le choix des gouvernements est néanmoins de ne pas réitérer la mise en oeuvre de politiques budgétaires et monétaires expansives, comme ce fut le cas suite au premier choc pétrolier. La lutte contre l'inflation devient l'objectif prioritaire des économies européennes.

Les accords du Plaza en septembre 1985 révèlent la volonté des Européens d'associer les Etats-Unis à leurs efforts de coopération, conscients de la supériorité du libre échange mais aussi de ses dangers. Ces accords, signés par les cinq pays les plus industrialisés (le G5 : Etats-Unis, Royaume-Uni, France, Allemagne, Japon), marquent le début d'une période de concertation des économies mondiales dans leurs décisions économiques. Les fluctuations du dollar avaient jusque là fragilisé le système monétaire international, menaçant parfois la cohésion européenne du fait des déséquilibres macroéconomiques qu'elles engendraient. Par leur engagement à faire varier leur monnaie conformément aux objectifs de leurs partenaires commerciaux, les américains montrent pour la première fois un plus grand souci de la santé de l'économie mondiale³³.

L'Accord du Louvre en février 1987 résulte de la même prise de conscience par les Etats-Unis de leur interdépendance avec les autres pays industriels, et non plus de leur simple domination. Ils perçoivent la nécessité, une fois établi le choix pour le libre-échange, de coordonner les efforts au niveau mondial en cas de chocs symétriques ou asymétriques.

Il est certain que le revirement de la position américaine, par rapport à son opposition traditionnelle d'intervenir sur le marché des changes pour limiter les fluctuations du dollar, a créé un environnement plus favorable à l'avancée du processus de construction européenne. L'Acte unique parfait les échanges avec la constitution du « grand marché intérieur ». L'Union économique et monétaire fait le choix de changes fixes avec la décision de créer une monnaie commune.

³² **B. Eichengreen** [1994, p.167]

³³ En changes fixes, le problème du n^{ème} pays, dit pays à monnaie de référence (pendant longtemps le dollar), montre que les (n-1) pays se préoccupent du niveau de leurs réserves en monnaie de référence et donc du maintien de leur parité par rapport à cette monnaie. Le n^{ème} pays est seulement censé gérer l'offre globale de réserves. En changes flottants, bien qu'indifférents au besoin de réserves officielles, aucun pays n'est indifférent au solde de compte courant, au taux de change réel ou encore au niveau de ses réserves. En l'absence d'un n^{ème} pays, il faut alors créer un moyen de rendre les objectifs globalement compatibles. **J. Horne et P.R. Masson** [1988] considèrent que la fin du dollar comme monnaie de référence a été l'impulsion majeure à la coordination des politiques dans le SMI actuel ; la stabilisation des taux de change est devenue l'objectif commun à l'ensemble des pays industrialisés.

Ce projet d'union monétaire relève toujours d'une volonté de pallier les pertes d'efficacité des instruments conjoncturels nationaux liées au processus d'intégration. La coordination des politiques, voire leur mise en commun, doivent limiter l'impact des externalités qui se transmettent par les flux de biens et d'actifs et les variations de change.

Toutefois, dans le cadre d'une réflexion sur le concept de perte d'autonomie des politiques économiques nationales, l'union monétaire tend à réduire le nombre d'instruments à la disposition des gouvernements. Elle semble donc participer, avec l'intégration, à une moindre marge de manoeuvre conjoncturelle des Etats européens.

3.2. Union monétaire et autonomie des instruments conjoncturels

Le traité de Maastricht constitue l'aboutissement d'un effort déployé par les États membres de la Communauté, depuis le milieu des années 1980, pour réaliser l'achèvement d'une véritable union politico-socio-économique. Parmi les nombreux domaines qu'il couvre, c'est celui des conséquences du traité pour la politique économique conjoncturelle des États membres qui nous intéresse ici plus particulièrement.

L'union monétaire peut être décrite comme un mouvement imposé aux décideurs de politique économique pour les obliger à une discipline plus stricte dans la mise en oeuvre de leurs instruments de stabilisation conjoncturelle, par exemple l'établissement de marges de fluctuation étroites ou de règles bien définies³⁴. C'est aussi le lieu d'une restriction du nombre des instruments mis à la disposition des gouvernements de chaque État membre.

3.2.1. La politique monétaire et de change

La phase finale de l'union monétaire, le 1er janvier 1999, correspond à un abandon de souveraineté nationale en matière de politique de change et de politique monétaire. C'est le coût majeur de l'union qui signifie qu'en cas de choc symétrique ou asymétrique sur les États membres, ils ne pourront utiliser le taux d'intérêt et le taux de change pour procéder aux ajustements nécessaires.

³⁴ Ce que **W. D. Nordhaus** [1983, p.259] appelle « the economic constitutionalism ».

Les banques centrales nationales (BCN) se voient déposséder de leurs prérogatives, et ne deviennent que des intervenants au sein d'un cadre plus général, le système européen de banques centrales (SEBC), dirigé par la banque centrale européenne (BCE). Pour préciser cet état de fait, il est utile de décrire les missions qui ont été conférées à cette structure, ainsi que ses principales caractéristiques.

Traditionnellement, les objectifs finals de la politique monétaire se réduisent à la stabilité des prix ou au soutien de la croissance. L'article 105 du traité affirme clairement que, dès le début de la troisième phase, *« l'objectif principal du SEBC est de maintenir la stabilité des prix. (...) Le SEBC agit conformément au principe d'une économie de marché ouverte où la concurrence est libre, en favorisant une allocation efficace des ressources »*.

L'importance accordée au choix de la stabilité des prix résulte de plusieurs facteurs. Au premier rang de ces facteurs, se trouve le risque de voir l'inflation réduire la rentabilité des actifs financiers des épargnants, et faire fuir l'épargne européenne vers les produits financiers étrangers. C'est d'ailleurs conformément à l'objectif central de stabilité des prix que les concepteurs de la monnaie unique ont plaidé pour une totale indépendance des BCN et de la BCE face aux pouvoirs politiques³⁵.

Concernant les objectifs monétaires intermédiaires, les BCN, en France indépendantes du pouvoir politique depuis août 1993, perdent l'essentiel voire la totalité de leurs prérogatives en matière de régulation monétaire interne et externe.

En effet, au sein du SEBC, la BCE se voit attribuer les missions fondamentales à la définition et à la mise en oeuvre des politiques monétaire et de change. Elle est par ailleurs consultée sur tout acte communautaire ou tout projet de réglementation dans les domaines relevant de sa compétence. Elle émet des recommandations ou fait l'objet d'une consultation pour toute modification des articles traitant des statuts et missions du SEBC. De même, elle arrête des règlements ou prend des décisions³⁶, nécessaires à l'accomplissement de ces missions et statuts, et obligatoires pour les destinataires désignés (généralement, les États membres ou leur BCN). Le conseil des gouverneurs, principal organe de décision de la BCE, a de plus la possibilité de

³⁵ P. Narassiguin [1993, p.110]

³⁶ Le règlement est un acte législatif de portée générale. Il est obligatoire dans tous ses éléments et directement applicable dans tout Etat membre. La décision est un acte obligatoire en tous ses éléments pour les destinataires, individus, entreprises ou États, qu'elle désigne.

modifier les articles ayant trait aux instruments traditionnels de régulation monétaire interne (il peut notamment attribuer certaines missions spécifiques à la BCE concernant le contrôle prudentiel des établissements de crédit.

En matière de politique monétaire intérieure, la BCE est désormais la seule à pouvoir autoriser l'émission de « monnaie banque centrale ». Elle participe à cette émission au même titre que les BCN, dont elle règlemente le volume d'émission, établissant par ailleurs les limites de l'émission des pièces par les Etats membres.

La BCE est en outre un acteur central de la création monétaire indirecte. Le « protocole sur les statuts du SEBC et de la BCE » précise les missions de la BCE et des BCN concernant les opérations d'open market et de crédit. Il leur est accordé, de manière équivalente, les opérations d'achat, de vente, de prêt ou d'emprunt de créances et titres négociables sur les marchés de capitaux, de même que les opérations de crédit avec les institutions financières.

Ce protocole précise toutefois que *« la BCE définit les principes généraux des opérations d'open market et de crédit effectuées par elle-même ou par les banques centrales nationales, y compris de l'annonce des conditions dans lesquelles celles-ci sont disposées à pratiquer ces opérations. »*

C'est aussi la BCE qui *« est habilitée à imposer aux établissements de crédit établis dans les États membres la constitution de réserves obligatoires auprès de la BCE et des BCN, conformément aux objectifs en matière de politique monétaire »* (article 19 du protocole). Le conseil fixe quant à lui le montant exigé et les modalités de calcul associées (base des réserves obligatoires, rapports maximaux autorisés entre ces réserves et leur base), de même que les sanctions et les intérêts établis à titre de pénalité, en cas de non respect des règles définies. L'article 20 donne la possibilité au conseil *« de recourir aux autres méthodes opérationnelles de contrôle monétaire qu'il jugera opportunes, sous réserve de l'article 2³⁷ »*.

Concernant la régulation monétaire extérieure, l'article 23 du protocole autorise la BCE et les BCN à vendre et acquérir, auprès de banques centrales et d'établissements financiers de pays tiers, des métaux précieux ou des avoirs de réserves de change. Elles peuvent aussi effectuer tous types d'opérations bancaires avec les pays tiers et organisations internationales, y compris les opérations de prêts et d'emprunts. Toutefois, les BCN sont appelées à transférer auprès de la

³⁷ conformément à la stabilité des prix, à la libre concurrence et à l'allocation efficace des ressources.

BCE une certaine proportion de ces « avoirs de change », fixée par le conseil (article 30 du protocole).

L'article 31 souligne enfin que l'importance de ces opérations sur avoirs de réserve de change ne doit pas dépasser une certaine limite, au delà de laquelle elles sont soumises à l'autorisation préalable de la BCE afin « *d'assurer la cohérence avec la politique de change et la politique monétaire de la Communauté* ». La politique de change de la Communauté vis-à-vis de l'extérieur est uniquement du fait de la BCE.

3.2.2. La politique budgétaire

Comme nous venons de le voir, les pays de l'union monétaire ne pourront plus modifier librement leur taux d'intérêt et leur taux de change, en particulier pour répondre à des situations de choc asymétrique.

La théorie économique traditionnelle, dans le cadre du modèle Mundell-Fleming décrivant les relations entre économies intégrées en situation de sous-emploi et confrontées à des prix rigides, apporte cependant un résultat sur lequel se sont appuyés les concepteurs du traité de Maastricht³⁸. Dans un régime de changes fixes, la libéralisation des mouvements de capitaux, et la substituabilité accrue des actifs qui en découle, accroissent l'efficacité de la politique budgétaire nationale dans la mesure où l'accès au marché mondial des capitaux limite les effets d'éviction, voire les élimine dans le cas de petits pays. Par ailleurs, l'impact négatif sur l'extérieur de politiques budgétaires expansionnistes, pratiquées unilatéralement par un État, est sensiblement limité. Enfin, l'effet de mesures budgétaires sur l'économie intérieure et la production nationale est bien plus important dans le cas de changes fixes par rapport à une situation de changes flottants.

Toutefois, ce résultat ne résoud pas le difficile problème de l'articulation entre politique budgétaire et monétaire. Sans possibilité pour les États de limiter les effets restrictifs de mesures budgétaires ou de chocs sur l'activité par des politiques monétaires accomodantes³⁹, des incertitudes demeurent sur leur capacité à pratiquer les ajustements nécessaires.

³⁸ Voir notamment le rapport **M. Emerson** [1990, p.125]

³⁹ **X. Greffe** [1991, p.372] : l'accompagnement monétaire, associé à un emprunt, est considéré généralement dans la littérature comme un facteur limitant les effets d'éviction, voire même les annihilant. Il est nécessaire de préciser toutefois si le financement se fait par la banque centrale ou des banques commerciales car l'effet n'est pas le même.

Une situation de changes fixes diffère considérablement d'une situation d'union monétaire avec monnaie unique, où les banques centrales n'ont plus aucune autonomie pour jouer sur le niveau de leur base monétaire, sur leurs possibilités d'emprunt ou sur le volume des liquidités accordées aux banques de second rang.

Comme le souligne D. Plihon [1993], les ajustements entre pays de l'union monétaire doivent principalement se faire par le biais de variations de prix et de salaires, dans le contexte d'un nombre limité d'instruments conjoncturels. Or, la mobilité des facteurs de production est très loin d'être parfaite ; l'espace communautaire est loin de ressembler à une zone monétaire optimale décrite par Mundell, où les mouvements de facteurs seraient censés se substituer aux ajustements de taux de change.

En définitive, et à la suite M.-A. Debon-Jay [1994, p.313-317], la mise en place d'une politique monétaire commune engendre trois contraintes pour la politique budgétaire.

L'affectation de la politique monétaire à la recherche de la stabilité des prix oblige la politique budgétaire à poursuivre un objectif d'équilibre extérieur et pousse finalement les politiques budgétaires européennes à coordonner leur action, ce qui n'est pas sans difficulté.

L'intégration des marchés et l'union monétaire ont contraint les budgets nationaux dans le sens où ils ont nécessité l'harmonisation des fiscalités européennes. La fiscalité de l'épargne a été le fait d'une réduction sensible des disparités entre les systèmes fiscaux européens. Une fois la monnaie unique mise en place, le risque inhérent à l'existence de monnaies différentes sera supprimé, et les entreprises n'hésiteront plus à comparer les différentiels fiscaux pour se positionner. Le rapprochement des fiscalités sera d'autant plus capital. L'instauration de la monnaie unique aura aussi comme conséquence de nécessiter l'harmonisation des fiscalités indirectes, dans la mesure où la disparition des incertitudes sur les taux de change poussera les entreprises à exploiter les différentiels d'imposition.

Le troisième type de contrainte issu de la mise en place d'une politique monétaire commune concerne les déficits budgétaires nationaux. L'interdiction est faite aux banques centrales nationales de pratiquer un financement monétaire direct des déficits publics, sous forme d'avances de la banque centrale au Trésor ou de crédits automatiques des banques

commerciales de second rang auprès du Trésor. Ils possèdent toutefois le moyen de s'endetter pour financer leur déficit budgétaire⁴⁰.

Toutefois, les pressions inflationnistes liées à un endettement excessif peuvent permettre aux Etats de réduire la valeur réelle de leur dette, mais ne sont pas conformes à l'objectif déclaré de stabilité des prix.

En second lieu, la mise en place d'une politique budgétaire expansionniste par un Etat ne doit pas entraver les objectifs de la politique monétaire commune, ni se traduire par des externalités négatives pour ses partenaires. C. Wyplosz [1990] indique à ce propos qu'en union monétaire, le taux d'intérêt réel représente le principal canal d'interdépendance des politiques budgétaires. Un déficit budgétaire excessif dans un pays membre correspond pour les autres pays à une externalité sous forme de hausse des taux d'intérêt. C'est une justification importante pour imposer une contrainte à l'indépendance budgétaire, sous forme d'une discipline décidée en commun.

Dans cette perspective, le traité de Maastricht a d'ailleurs imposé certaines limites quantitatives aux déficits et dettes publics, réaffirmées par les récents accords communautaires⁴¹. Ces restrictions ne facilitent pas l'application du rôle de stabilisateur conjoncturel, affecté traditionnellement à l'instrument budgétaire.

L'ambition est de trouver un arrangement pratique qui contraint les politiques nationales à être en accord avec les exigences d'une discipline budgétaire, tout en évitant d'enfermer ces politiques dans un cadre trop restrictif et réglementé. Les politiques budgétaires jouent un rôle important dans la fourniture de biens publics et dans la fonction de stabilisation de l'économie à la suite de perturbations. Les stabilisateurs automatiques peuvent contrebalancer les cycles économiques de court terme mais dans certaines circonstances, des mesures de politique discrétionnaire peuvent être désirables.

Bien que n'étant pas un instrument adapté pour un réglage précis (*fine tuning*) des fluctuations conjoncturelles, la politique budgétaire peut faciliter les ajustements vis-à-vis de certains chocs.

⁴⁰ P. Llau et J. Percebois [1996] évoquent ainsi l'absence d'interdiction d'un financement monétaire indirect du Trésor par la banque centrale. *Cette dernière peut acheter des effets publics sur le marché secondaire par un processus de monétisation de la dette qui est une des bases essentielles des mécanismes d'open-market.*

⁴¹ Notamment le Conseil européen d'Amsterdam des 16 et 17 juin 1997.

La réussite de cette entreprise dépend de la réalisation conjointe d'une coordination internationale des politiques budgétaires et d'une combinaison appropriée de ces politiques avec l'instrument monétaire (*policy mix*), fixé au niveau communautaire⁴². L'incertitude repose à l'heure actuelle sur la forme à apporter à cette coordination.

4. Synthèse

Nous présenterons cette synthèse sous forme de tableau récapitulatif, en considérant les mêmes hypothèses introduites dans les développements qui précèdent, sachant qu'elles sont conformes à celles introduites par les modèles de type IS-LM. La plus fondamentale est l'hypothèse de rigidité des prix à court terme, sur laquelle repose toutes les perturbations transmises aux différents marchés, à la fois monétaire, de change et des produits.

Il est par ailleurs supposé qu'une modification des prix relatifs entre l'intérieur et l'extérieur exerce un impact sur le volume des exportations et des importations.

L'encadré 2 qui suit présente certaines notations, utilisées également dans le texte :

- Y : produit national
- C : consommation des résidents nationaux
- I : investissement des entreprises nationales
- G : dépenses publiques nationales
- CA : solde des paiements courants
(exportations - importations)
- R : taux d'intérêt national
- P : niveau des prix nationaux
- E : taux de change courant
- E^e : taux de change futur attendu

⁴² Voir notamment l'article de **A.L. Bovenberg et alii** [1991].

			INTEGRATION		UNION		
Choix d'une politique expansionniste	Modalités d'actions	ECONOMIE FERMEE	Mécanismes	Efficacité	Mécanismes	Diversité	RÉSULTAT
Politique monétaire	↗ offre de monnaie	• $\downarrow R \Rightarrow \uparrow C \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$	• $\downarrow R \uparrow C \uparrow I \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow E \uparrow CA \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow P \downarrow CA \Rightarrow \downarrow Y$	La conjonction d'une \downarrow du taux d'intérêt et d'une dépréciation compense la \uparrow des prix \Rightarrow <u>efficacité attendue de la politique monétaire</u>	Choix des instruments et objectifs de la politique monétaire pris en charge par le SEBC (régulation monétaire interne et vis-à-vis de l'extérieur)		Disparition
	↗ permanente de l'offre de monnaie	même chose que dans le premier cas	• même chose que dans le premier cas , avec $\uparrow CA$ plus élevé $\Rightarrow \uparrow Y$	Les mêmes effets avec une dépréciation plus importante \Rightarrow <u>efficacité quasi-espérée</u>			
	↗ du taux de croissance de l'offre de monnaie	même chose que dans le cas précédent. Effet positif accru (anticipation d'inflation future)	• $\uparrow E^e \uparrow R \Rightarrow \downarrow Y$ • $\uparrow E \uparrow CA \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow P \downarrow CA \Rightarrow \downarrow Y$	Dépréciation qui semble insuffisante par rapport à la conjonction de la \uparrow des taux d'intérêt et des prix \Rightarrow <u>efficacité faible ou inexistante</u>			
Politique budgétaire	↗ des dépenses publiques	• $\uparrow G \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow R \downarrow I \Rightarrow \downarrow Y$	• $\uparrow G \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow P \downarrow CA \Rightarrow \downarrow Y$ • $\uparrow R \downarrow E \downarrow CA \Rightarrow \downarrow Y$	Double effet dépressif sur le produit car \uparrow des prix et appréciation du change, qui dépasse effet multiplicateur initial \Rightarrow <u>ambiguïté</u>	Fixité des changes censée rendre politique budgétaire plus efficace (pas d'appréciation du change)	Conservation de l'instrument budgétaire, limitée par des normes imposées par la Communauté	Conservation sous contrainte
	↗ permanente des dépenses publiques	même chose que dans le cas précédent	• même chose que dans cas précédent, avec $\downarrow CA$ plus élevé $\Rightarrow \downarrow Y$	L'impact négatif sur le produit est accentué \Rightarrow <u>efficacité faible ou nulle</u>			
Politique budgétaire avec accompagnement monétaire	↗ des dépenses publiques et \uparrow de l'offre de monnaie	• $\uparrow G \Rightarrow \uparrow Y$ (\uparrow du taux d'intérêt compensée par croissance monétaire)	• $\uparrow G \Rightarrow \uparrow Y$ • $\uparrow P \downarrow CA \Rightarrow \downarrow Y$ ($\uparrow R$ compensée par une \uparrow de l'offre de monnaie)	L'effet déprimant de la \uparrow du taux d'intérêt sur le produit semble devoir disparaître \Rightarrow <u>efficacité</u>			Disparition

CONCLUSION

A travers le rappel de quelques faits historiques fondamentaux, tels l'accélération du processus d'intégration des économies depuis la Seconde Guerre mondiale, les déséquilibres survenus dans les années 1970 ou le processus d'unification monétaire européen, nous avons tenté d'appréhender le concept de marge de manoeuvre des politiques économiques européennes.

Les interdépendances structurelles entre les économies, consécutives à ces évolutions, et repérées grâce au modèle de détermination des taux de change à long terme de P.R. Krugman et M. Obstfeld [1995] limitent l'efficacité de certains instruments de politique conjoncturelle. En outre, on a pu constater à travers l'unification monétaire la disparition, pour les banques centrales nationales, de leurs moyens de régulation monétaire interne et externe, qui réduit la diversité des politiques disponibles.

Perte d'efficacité et diminution du nombre d'instruments, suite au processus d'intégration et d'unification monétaire européen, sont les deux éléments qui permettent de conclure à une réduction d'autonomie des États en matière de politique économique. Il est courant de voir présenter l'union monétaire comme une solution aux externalités nées de l'intégration. Nous préférons y voir une contrainte supplémentaire pour les États, qui se voient peu à peu déposséder de leurs instruments de régulation conjoncturelle. La mise en place de la monnaie unique impose par ailleurs une nécessaire discipline à l'instrument « restant », la politique budgétaire, et oblige les États à coordonner leurs actions. En guise de compensation, les traités de Maastricht et d'Amsterdam ne prévoient pas de solution alternative, arguant de la stabilisation des prix et des taux de change.

La politique budgétaire, à qui est encore attribué un rôle fondamental de stabilisateur des fluctuations conjoncturelles, dispose de moyens réduits. Elle a perdu de son efficacité avec l'ouverture et s'est vue considérablement contrainte par la création de l'union monétaire. À ce titre, l'abandon du policy mix et la difficile adéquation de l'indépendance des banques centrales avec l'autonomie budgétaire posent la question centrale de l'organisation de l'indépendance budgétaire des États au sein de l'union. L'indépendance totale des autorités budgétaires, avec des moyens limités, la coordination budgétaire, sans doute inévitable, sous forme de politiques et d'objectifs communs, ou le fédéralisme budgétaire, contraire au principe de subsidiarité, sont autant de scénarios possibles. L'évaluation de leurs limites et qualités respectives nourrit un débat théorique fertile à l'heure actuelle.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	3
1. Intégration, interdépendances et détermination des taux de change à long terme	4
1.1. Les interdépendances structurelles, conséquence du processus d'intégration	5
1.2. Représentation des interdépendances par le modèle de détermination des taux de change à long terme	7
1.3. Le lien marché monétaire / marché des changes par la relation de parité d'intérêt	9
1.4. Liens entre marché monétaire, des changes et des produits à long terme par la théorie de la parité de pouvoir d'achat (PPA)	11
2. Les interdépendances structurelles limitent l'efficacité des instruments	14
2.1. L'influence de l'instrument monétaire	15
2.1.1. La politique monétaire face à la libéralisation des marchés et à l'intégration	15
2.1.2. Le cas d'une hausse ponctuelle de l'offre de monnaie	17
2.1.3. Le cas d'une hausse permanente de l'offre de monnaie	19
2.1.4. Le cas d'une hausse du taux d'accroissement de l'offre de monnaie	20
2.2. L'influence de l'instrument budgétaire	22
2.2.1. Quelques principes budgétaires	22
2.2.2. Le cas d'une hausse des dépenses publiques	24
2.2.3. Le cas d'un accroissement permanent des dépenses publiques	25
3. L'union monétaire diminue le nombre des instruments disponibles	26
3.1. Le projet d'union monétaire en réponse à l'inefficacité des instruments conjoncturels	27
3.1.1. Les premiers accords mettent en évidence l'importance des interdépendances	27
3.1.2. Le rapport Werner tente de pallier les inefficacités liées à l'intégration	29
3.1.3. Les difficultés d'un engagement solide face aux perturbations des années 1970	31
3.1.4. Les prémisses de l'Union monétaire	32
3.2. Union monétaire et autonomie des instruments conjoncturels	34
3.2.1. La politique monétaire et de change	34
3.2.2. La politique budgétaire	37
4. Synthèse	40
CONCLUSION	42

- Aglietta M.** (1997), *Macroéconomie internationale*, Economica
- Bovenberg A.L.** (1991), « Economic and Monetary Union in Europe and Constraints on National Budgetary Policies », IMF Staff Papers, vol. 38, n°2
- Burda M., Wyplosz C.** (1993), *Macroéconomie. Une perspective européenne*, De Boeck Univ.
- Cabannes M.** (1994), *La politique macroéconomique*, Colin (Cursus)
- Mémorandum de la **Commission** au Conseil sur la coordination des politiques économiques et la coopération monétaire au sein de la Communauté, 12 février 1969
- Communication de la **Commission** au Conseil au sujet de l'élaboration d'un plan par étapes vers une union économique et monétaire, 4 avril 1970.
- Communication de la **Commission** au Conseil au sujet de l'élaboration d'un plan par étapes vers une union économique et monétaire, 4 avril 1970.
- Cooper R. N.** (1985), « Economic Interdependence and Coordination of Economic Policies », in *Handbook of International Economics*, vol. II ; edited by R.W. Jones and P.B. Kenen
- Debon-Jay M.-A., Lemoine F., Merviel P.** (1994), *Economie de l'intégration européenne*, PUF Economie.
- Eichengreen B.** (1994), *History of the International Monetary System : Implications for Research in International Macroeconomics and Finance*, in F. Van Der Ploeg (ed.), *The Handbook of International Macroeconomics*, Blackwell Publishers, Cambridge
- Eichengreen B., Kenen P.B.** (1995a), « L'organisation de l'économie internationale depuis Bretton Woods : un panorama », in M. Aglietta (sous la coordination de), *Cinquante ans après Bretton Woods*, Economica
- Eichengreen B.** (1995b), « The Endogeneity of Exchange-Rate Regimes », in Peter B. Kenen, Editor, *Understanding Interdependence*, Princeton University Press
- Emerson M.** (1990), *Marché unique. Monnaie unique*, Commission Communautés Européennes
- Généreux J.** (1997), « Introduction à la politique économique », Points/Économie
- Goodhart C.** (1993), « La politique monétaire dans les années 1990 : objectifs et moyens d'action », Cahiers économiques et monétaires, Banque de France, n°41
- Grefe X.** (1991), *Politique économique*, Economica
- Guillaume P., Delfaud P.** (1992), *Nouvelle histoire économique*, tome 2, le XXème siècle, Colin
- Horne J. and Masson P.R.** (1988), « Scope and Limits of International Economic Cooperation and Policy Coordination », IMF Staff Papers, vol. 35 n°2
- Kindleberger C.** (1986), *The World in Depression, 1929-1939*, Berkeley, University of California Press
- Koenig G.** (1997), *Macroéconomie internationale*, Economica
- Krugman P.R., Obsfeld M.** (1995), *Economie Internationale*, De Boeck Université
- Lecaillon J., Lafay J.-D.** (1994), *Analyse macro-économique*, Cujas
- Leonardi R.** (1995), *Convergence, Cohesion and Integration in the European Union*, Mac Millan
- Lindbeck A.** (1993), « Economic dependence and interdependence in the industrialized world », in *Macroeconomics and Economic Policy*, EE Published Limited
- Llao P. et Percebois J.** (1996), « Déficits et dettes publics », Revue française des finances publiques, n°55
- Narassiguin P.** (1993), *L'unification monétaire européenne*, Economica, coll. BEA
- Nordhaus W.D.** (1983), « Macroconfusion : The Dilemmas of Economic Policy » in *Macroeconomics, Prices and Quantities*, J. Tobin, Editor, Brookings Institution
- Percebois J.** (1991), *Économie des finances publiques*, Colin (Cursus)
- Plihon D.** (1993), « Le statut ambigu de la politique budgétaire dans le traité de l'union », Cahiers économiques et monétaires, n°42
- Weber L.** (1988), *L'État, acteur économique*, Economica
- Wyplosz C.** (1990), « Les implications budgétaires de l'union monétaire », Observations et diagnostics économiques, n°33